

「ゴイングプライベート（非上場化）を選択する取締役のインセンティブ」

日本経済大学 戸田 宏治

大阪大学 森田 理恵

0、はじめに

企業の合併・買収に関する規律については、近年多くの制度改正が行われている。法と経済学の立場からは「安価で迅速に企業価値を最大化する株主構成を実現させるためには、どのようなルールが必要か」を問うことになる。このとき、そのルールは株主同士の自由な交渉によって、会社定款に少数株主保護に関する個別具体的な規定を設ければよいと考えることができる。しかし、このルールを作成するときに情報取得等による膨大なコストがかかり効率的ではない、あるいは、多数の株主全員が情報取得のコストを負う必要がないため合理的無関心が生じる、さらに投票のパラドックスが発生したときには定款作成が不可能になる等の反論が想定される。その場合は、会社法のような強行規定による標準的なルール作成と裁判所による事後的判断に委ねられることになる。だが、これについては不法行為債権者との関係を除いて、会社法の規定や裁判所の判断が個別の状況にどこまで合理的に対応できるのか、という疑念が生じる。

1932年にパーリー＝ミーンズが『近代株式会社と私有財産』を発表して以来、株式を公開し、所有と経営を分離していくことは、企業が成長していく必然的なプロセスであると考えられてきた。そして、どのようにして経営者支配から株主の権利を保護するかという観点で会社法制が検討されるようになった。しかし、1970年代に入るとR・コースの「企業の本質」が経済学において「エージェンシー理論」として分析されるようになり、会社法制は経営者から株主を保護する公的ルールから、合理的な当事者同士の交渉によって成り立つ契約関係として位置づけられるようになった。

このように、20世紀の前半から後半にかけて、会社法制をめぐるパラダイムは大きく転換したわけだが、企業の成長とともに株式は公開されていくという前提は変わっていない。ところが1980年代に入り、アメリカで成熟企業の株式非公開化（going private）が盛んとなり、パーリー＝ミーンズを自明とすることは不可能となった。

しばしば「周回遅れ」といわれる日本でも、近年この動きは増加してきている。MARR 2010年5月号によるとMBOによる上場廃止企業は、この5年間で420社を超えている。上場廃止に至る主な理由は、上場コストを削減するため、事業再生のため、敵対的買収に対する防衛のため、親会社から独立するため等があげられる。

MBOによる非公開化は、取締役が自社の株主となるためエージェンシー問題が生じにくいというメリットを持つ。しかしながら、現時点では非公開化における取締役の善管注意

義務を明確に規定した法制度がない。また、非上場化に関わる裁判所の判断は民事訴訟手続きではなく、非訟事件手続で行われることがあり、企業問題に十分な知識と経験がない裁判官の裁量に委ねられてしまう。こうしたなかで非上場化は増加してきており、利益相反状況になったとき、取締役はどこまで責任を負うべきかを明確にしていかなければ高い訴訟リスクが存続することになる。

会社法 330 条ならびに民法 644 条において、会社に対する取締役の善管注意義務が明記されている。会社とは株主のものであり、取締役の最も重要な役割は株主利益の最大化であることを踏まえると、取締役の善管注意義務は株主に対するものと考えられることができるだろう。

だが、非上場化には利益相反問題が発生する。MBO の場合、取締役が株主から自社株を買い取るとき、取締役にとっての利益はできるだけ安く買い取ることであり、できるだけ高く売りたいと考える株主との間で利益相反が生じる。また、上場子会社を親会社が 100% 買取り完全子会社化するときも、子会社の取締役は親会社からは安く売ることが求められ、子会社の株主からは高く売ることが求められる。

このようなとき、もう一つ問題となるのが、取締役と少数株主が有する企業情報の差異である。たとえば、企業にとって有益な情報を一部しか公開せず、逆に不利益となるような情報のみを全面公開すると、株価は適正価格より低く見積もられることとなり、十分な情報を持ちえない少数株主に不利益が発生する可能性がある。

日本で非上場化が行われるとき、第一段階で TOB が行われ、それに応じなかった株主に対しては第二段階としてスクィーズアウトが実施されることが多い。たとえば、第一段階での TOB 価格が 5,000 円であり、一部の株主が適正価格より低いと判断した場合、TOB に応じる義務はない。ところが、第二段階になって全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の締め出しが行われることがある。このとき、TOB 公表時に「スクィーズアウト価格は TOB と異なる場合がある」と公表され、2,000 円前後で強制的に買取られる可能性があるとするれば、少数株主は不服があったとしても第一段階で自己の所有する株式を売却した方がよいことになり、事実上、第一段階でスクィーズアウトが実施されたことになる。これを強圧性というが、現行会社法では、スクィーズアウトのみを対象とした規定はない。少数株主保護の明確なルールがない状態で全部取得条項付種類株式を用いたスクィーズアウトを実施するとき、複数回の株主総会決議が必要な場合や訴訟となるケースもあり、スクィーズアウト制度、さらにセルアウト制度の確立は喫緊の課題といってよい。

なお、本稿は戸田、森田が今年 3 月から始めた共同研究によるものである。論文の大部分は森田が執筆した。会社法が専門である森田と経済学を専門とする戸田の共同研究は、発想の違いから困難な道のりであったが、この研究は今後も継続していく予定である。さまざまな方面からのご意見、ご批判を頂ければ幸いです（戸田）。

1、 問題の所在

ゴーイングプライベート（非上場化）は、企業の経営において重要な問題となっている。近年、企業の再構築が当然視され、企業合併が企業戦略として最初に考慮されている。スケールメリットが増大化し、企業としての規模やシェアの重要度が増す中、短期的に拡大する方策として企業合併はこれからも増加し、一般化していくと思われる。「乗っ取り屋」のイメージで語られることの多かった時代から企業戦略の中央に位置づけられる時代に変化した。また、公開買付けの中で、会社の現経営陣が自ら出資して対象会社を買収する形の公開買付け（MBO）も一般化した。最近では、MBOのうち、上場企業の経営陣がMBOによって上場廃止をする「非上場化」を伴う事例が増えている。「非上場化」を伴うMBOは、2001年に初めて行われて以来増加傾向にあり、現在では、MBO全体の41.2%を占める勢いである¹。「非上場化」となる完全子会社型MBOが増加し、企業戦略において当然の選択肢となっている状況である。しかしながら、企業が、単に経営戦略として、上場企業としての立場を放棄することに社会的な問題はないのだろうか。「会社は誰のものか？」²について改めて考えていきたい。

2、 MBOが増加する社会背景

MBOは、1996年頃から散見されるようになり、その後、投資会社や銀行等の後押しもあり、中小企業の事業継承や大企業のグループ再編の手法として定着してきた。また、経済産業省が2007年に『企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収[MBO]に関する指針』（以下、MBO指針）³を公表し、MBOのスキームが明確化されたことにより、企業にとってMBOが選択しやすくなった。さらに、リーマン・ショック後の急速な景気悪化の中、上場企業が子会社整理等事業再編する有効手段としてMBOが活用されるようになった。

3、 非上場化を伴うMBOの利点

このように、MBOの中でも、非上場化を伴うMBOが急速に利用されるようになった理由としては、以下のものが考えられる。

中小企業にとって、上場を維持することのコストは増大し、負担は増している。金銭的

¹ 「データで見るMBOによる非上場化の動向」MARR 201号（2011）10頁以下

² Adolphe A. Barle, Jr. and Gardiner C. Means, “The Modern Corporation and Private Property”, New York: Macmillan, 1932 以来、議論されている問題であるが、非上場化は、非常に多くの人々に分散して所有されるという『所有』を否定するものである。

³ 平成19年9月4日 経済産業省

<http://www.meti.go.jp/press/20070904004/mbo--shishin.pdf>

な費用として株主の管理・対応の費用、監査の費用、また上場企業に課される会計報告の費用など、さまざまなものが挙げられ、今後、IFRS等の会計制度の変更等、費用が増加することが予想されている。また、上場企業は、情報開示に対しても様々な規定があり⁴、中小企業にとっては経済上の負担だけでなく心理的負担も大きい。さらに、不特定多数の株主の対応は、年々難しさを増している。株主総会の運営は、予測が難しいものとなっており、想定問答集の作成など多大な費用と時間を費やすこととなっている。近年の株価低迷により、株式市場による資金調達には難しいものとなっており、中小企業の経営者にとって、上場維持は魅力を失ってきている。そういった状況の中、MBOによる非上場化を勧め、助言し、手続きを代行する会社が存在する。そういった会社に背中を押される形で、非上場化を伴うMBOを行っている。しかしながら、このような中小企業による非上場は、お家騒動の結果行われることも多い。経営者の個人的感情や人間関係により、上場が廃止され、再度上場されるという場合もある。一般に、創業者は、上場により多額の現金を得ている。その企業が、経営者の個人的感情により、非上場化し、その後新たに上場することによって、何度も多額の現金を得るということになれば、会社が私物化されていると言わざるを得ないだろう。しかしながら、これは、中小企業においてのみ起こりうる現象であり、株式市場や社会に与える影響は小さいと思われるので、ここでは評価の対象としない。

大企業にとっての非上場化のメリットは、中小企業とは違ったものがある。中小企業で大きなウエートを占めていた上場維持のコストは、大企業にとってはマイナスのインセンティブとはなりえない。むしろ、以下のようなインセンティブがある。すなわち、非上場化することにより完全子会社となり、協業によるグループ内シナジーの強化がなされる。また、経営判断が迅速になされることにより、グループ企業として機動的な活動が可能となる。不特定多数の株主を意識することなく経営を行うことのメリットも大きい。1年ごとに評価を求められることもなく、中長期的視点に立った経営戦略を取ることができる。近年、株主総会が変質し、想定問答集の作成や議事運営の準備等時間的・心理的負担は増大している。さらに、税制上も完全子会社とすることによりコストダウンすることができる。

しかしながら、非上場化を伴う場合のMBOに提示されるプレミアムは、公開買付価格と直近の株価の差額とは大きく離れた高額となっていることが多い。MBO後の経営改革で増加する企業価値の一部を既存の株主に分配しているために高額となっていると説明されるが、それ以上の多大なメリットが隠されていることを示唆しているものと思われる。

4、 MBOの問題点

MBOによる企業買収は、買収者と対象会社との富の移転が行われることである。資源の

⁴ 会社法、金融商品取引法等による開示義務だけでなく、証券取引所により要求される義務もある。最近のものでは、IFRS任意適用に対応する適時開示の見直し等がある。
http://www.tse.or.jp/rules/regulations/100629_a2.pdf

効率的配分という効率性の観点や、公正性の観点から考慮されるべきである。また、非上場化後は、情報開示請求を行うことが元株主には不可能であり、不当な取引があった場合に救済が困難であることから、法的な規制の必要性についても考慮されるべきであろう。

買収者と対象会社との間には、情報の非対称の問題があり、資金調達能力としての非対称がある。買収者には、ファンドなどのいわば MBO に関するプロ集団が付き、資金調達が容易となっているばかりでなく、当事者の情報のみならず、市場動向などマーケット全体の情報も提供され、非対称は大きなものとなっている。

対象会社の少数株主に対しては、非上場化により完全子会社となり、スクィーズアウトが行われる。その際の強圧制の問題は多く指摘されている⁵。

5、 非上場化を伴う MBO と株式公開（IPO）との比較

非上場化を伴う MBO は、株式市場からの退場を意味する。そのため、出口戦略として論じられることも多い。非上場化を出口ととらえた場合、株式市場への入り口として株式公開がある。株式公開（IPO）には、株式公開時の価格設定の問題や取締役の義務などが指摘されており、非上場化を伴う MBO と共通の問題点が存在すると考えられる。ここでは、株式公開（IPO）と比較することにより、非上場化を伴う MBO について考えていきたい⁶。

IPO の利点として最も大きなものは、資金調達の可能性の拡大である。日本では、キャピタルベンチャーを見つけることは実際上困難である。かつては日本社会の特徴であった持合いも解消され⁷、企業間および企業・銀行間の関係は希薄なものとなっている。株主代表訴訟に対する恐れから、企業への融資は説明責任が増大し、リスクのある貸付は難しいものとなっている。また、銀行との関係が希薄化していく中で、企業パフォーマンス以外の銀行自体の経営状態によって貸し渋りや貸し剥がしが行われるようになり、銀行からの借入れによる資金調達は更に困難になっている。そういった状況により、株式市場での資金調達が相対的に容易になっている。また、約 20 年前より都市銀行等に IPO を支援する専門部署が設置され、将来有望と目される上場前の企業に対し、上場を勧め、助言し、手続きを代行するようになった。これにより、上場を目指す企業にとって、上場に対する事務手続き上のハードルは低くなった。

資金の自由度についても大きな違いがある。上場により新たに加わった株主は不特定多数である。いわば出資者の顔が見えない状態となる。株主に対する配当は、業績に応じて行われるものであり、業績によっては配当を行わないことも可能である。このことは、返

⁵ 加藤貴仁「レックス・ホールディング事件最高裁決定の検討(中)」商事法務 1876 号(2009) 10 頁など

⁶ MBO を IPO との比較したものとして、静正樹「IPO との比較で考える MBO - 証券市場へのデビューとリタイア」MARR201 号(2011) 19 頁

⁷ 2010 年度末時点で、株式の持ち合い比率は、過去最低の 11.1%となっている。日本経済新聞 2011 年 6 月 28 日付朝刊

済の必要のない資金を得たということと同じであり、利子すら払わないことが可能であることを意味する。ただし、上場により、株主総会を行う必要がある。企業にとって株主総会は、「年1回乗り切る」ものであり、その場を凌ぐことに力点が置かれている。株主が経営について不満がある場合、通常は、株式を売却するという行動をとる。これは株価の下落として表れ、市場の圧力として経営者に働くが、この力は事後的でありかつ間接的である。銀行等の大口の出資者からの資金調達した場合の圧力とは、比較にならないほど小さい。

IPOには、資金調達以外にも、社会的地位の向上という大きな利点がある。「上場会社」であるという信用は、取引をする場合に相手方の信用を得るばかりでなく有利な条件での取引を可能にする。また、融資を受ける場合にも有効である。「上場会社」という企業イメージの上昇により、採用など将来的な効果も期待できる。かつては、「企業は、上場してこそ一人前」という認識もあり、上場を目指して努力するという姿勢が一般的であった。

創業者にとっても、株式公開は大きな利点がある。株式の公開により、出資時の資金の数倍・数十倍の利益を得ることが可能である。また、株式市場で日常的に取引されることにより、資金の回収が、公開前より遥かに容易となる。

このように、IPOによるメリットは大きく魅力的なものである。企業の非上場化は、これらのメリットを失うことになり、そのまま非上場化の欠点となるはずである。しかしながら、近時の非上場化を伴うMBOの活況は、これらが欠点となっていないことを示している。景気後退が続き、株価の低迷の中、株式市場での資金調達は以前ほど容易ではないため、上場の魅力が薄れていることも一因である。しかし、これだけでは説明できないのではないだろうか。

6、 MBOを選択する上での問題点

買収者と対象会社の取締役の双方に、それぞれ問題となる論点がある。ここでは、対象会社の取締役に焦点を当てる。

日本の会社法は、取締役の義務について、善管注意義務（第330条による民法644条の準用）及び忠実義務（第355条）を負う。この善管注意義務は、会社に対して負うものであり、株主には直接には義務を負わない⁸。

企業買収においては、アメリカが先進国であり、アメリカでの議論および基準が日本に大きな影響を与えている。まず、アメリカでの基準を概観した上で、日本での問題点について検討する。

アメリカのデラウェア州会社法において、取締役は、会社およびその株主に対して、注意義務・忠実義務を負う。裁判上、取締役の行為が、これら義務違反になるかどうかの判

⁸ 田中信隆「布石・定石（MBO編）MBOにおける取締役の義務と責任 『合理的な価格』か『最善の価格』か」ビジネス法務8巻4号（2008）75頁

断基準には、経営判断原則 (Business judgment rule) と完全な公正基準 (Entire fairness rule) とが用いられる。

経営判断原則とは、もっとも緩やかな基準である。会社の問題は、取締役の良識ある経営判断によって最終的に解決されるべきであり、裁判所の後知恵により審査・判断させるべきではないという価値判断のもと、取締役の決定は、経営判断原則により判断されるという原則である。経営判断原則の下では、「ビジネス上の決定を行う際には、取締役は、当該行為が会社の最上の利益にかなうと誠実かつ正直に信じ、十分な情報を踏まえて決定した」との推定がなされ、かかる推定が原告によって覆されない限り、取締役および取締役会の決定は保護されるものである。

完全に公正な基準は、もっとも厳しい基準である。経営判断原則は、上記の推定をすることが適切でない場合には適用されない。経営判断の対象に取締役が経済上の利害関係を有している場合、完全に公正な基準が適用される。

MBO を行う場合、取締役は、経営判断の対象たる MBO 取引に経済上の利害関係を有していることから、MBO 取引の適法性については経営判断原則の上記推定は働かず、原則として完全な公正基準が適用される可能性が高い。「完全に公正」といえるためには、手続きの公正さと価格の公正さが必要とされる。MBO の利害相反軽減措置として、MBO に利害関係のない独立取締役によって構成される特別委員会の設置および同委員会の交渉が行われる。拒否権を付与された特別委員会が合併を承認したこと、または少数株主の過半数が承認することが合併の条件とされる。適切な情報開示や投資銀行からのフェアネス・オピニオンを取得しアドバイスに誠実に依拠して意思決定していることも重要な要件となる。

価格の公正さの審査内容は、会社の資産価値・市場株価・現在の収益および将来の収益予想・その他の株式の本源的価値に影響を及ぼすすべての要素が考慮される。市場株価に対するプレミアムの額の妥当性や、第三者の MBO に対抗する買収提案の有無等が検討されることもある。

企業買収の局面では、基本的に、取締役には利害相反性があるので、完全な公正基準が適用される。しかしながら、取締役が、判断対象となる行為について経済的な利害関係を有してはいないが、自己の地位を保持するといった非財産的な利害関係を有する場合がある。完全な公正基準は、取締役が当該行為について経済上の利害関係を有する場合に適用されるので、企業買収の局面では直接には適用できないが、敵対的買収に対する対抗措置の是非が問題となった事例について、裁判所は、中間に位置する基準を併用して採用した。代表的な判断基準として、ユノカル基準⁹とレブロン基準¹⁰がある。

ユノカル基準とは、合理性のテスト (Reasonableness test) と比例性のテスト (Proportionality test) の立証が、対抗措置を有効とするために必要とするものである。

⁹ Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del.1985)

¹⁰ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. Sct. Delaware, 506 A.2d 173(Del.1986)

合理性のテストとは、買収者の株式所有のために、会社の政策に対し脅威が存在すると信じるに当たり合理的な根拠を有していたということである。また、比例性のテストとは、採用した対抗措置が脅威との関係で合理的であったことである。買収防衛策が、敵対的買収がもたらす脅威との関係において合理的な範囲にとどまっているかということの立証責任を対象会社の取締役に与えることにより、過度な防衛策の導入を抑制している。

レブロン基準は、対象会社の取締役は対象会社の競売人として株主の利益の最大化を目的として行動しなければならないとするものである。取締役会が会社の売却等会社の支配権の異動を伴う取引の実施を決定した場合、取締役は、会社の防御人から会社の競売人へと変化し、取締役は、当該取引により、株主に対し「合理的に入手しうる最高価格」を提供する義務を負う。すなわち、取締役会が、会社自体を売却するか、会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合や、支配権の異動を伴う組織の再編があり、再編後に支配株主が生じる場合には、売却価格の最大化を図らなければならない、防衛策を講じることができないということである。多くの場合、オークションなどを通じて株主のために合理的に入手しうる最高価格を対価として獲得し、これを提示する必要がある。また、買収の合意後、完了までの間に第三者による買収の脅威を除くために買収者と対象会社の間で取り交わされるロックアップ条項などの取引保護条項も最高価格の取得を妨げないかという観点から判断されることとなる。

非上場化を伴う MBO の場合、少数株主に対するスクィーズアウト（締め出し）が行われるため、公開買付け後、略式合併を行うという 2 段階の手続を行う。従来、裁判所は、完全な公正基準を適用しなかった。第 2 段階の略式合併の対価に不満を持つ株主の救済は、少数株主による株式買取請求権の行使によるものだけであった。しかしながら、少数株主には、自由意思による選択はできなくなる強圧性の問題が認識された。すなわち、少数株主は、自らが応募しないままに公開買付けが成立した場合、第 2 段階でより低い価格によりスクィーズアウトされる可能性があるため、応募しないままにいることの不利益を避けるために不当に低価であると感じる公開買付け価格で応募せざるをえないということになり、自由な意思による選択を行えないという問題である。この強圧性の問題に対処するために、新たにピュア・リソース基準を規定した。

ピュア・リソース基準¹¹とは、以下の 3 要件を満たせば、公開買付けは強圧的ではないとみなされ、経営判断原則が適用される。

少数株主の過半数による当該公開買付けへの賛成を得ることが公開買付けの放棄不可能な条件とすること

支配株主が、当該公開買付けによって 90%以上の株式を取得することとなった場合には、速やかに、公開買付けと同額の価格により略式合併を開始すること

支配株主が、少数株主に当該公開買付けに応じない場合には報復する

¹¹ See, *In re Pure Resources Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)

等の「報復の脅し」をしていないこと

また、情報開示義務について次の2点を規定する。

支配株主は、対象会社の取締役会の独立取締役が、少数株主に十分な情報を与え、取締役会としての十分な意見表明をできるように、独自にアドバイザーを起用し、当該公開買付けに対する検討を十分な時間自由な裁量をもってできるようにする義務

情報開示義務に関して、少数株主は『取締役会が当該公開買付けに関する意見表明を行う際に依拠した投資銀行による実質的な評価書の公正なサマリー』を開示する義務

アメリカのデラウェア州の裁判所の判断はこのような過程をたどり、対象会社の取締役の行為については基準が明確となっている。日本でも、これらの基準については、多くの議論がなされている。しかしながら、以下に述べる理由により、これらの基準が直接日本で適用されることはないとされている¹²。

日本の会社法では、取締役は、株主に対して直接には善管注意義務を負わない。もっとも、株主の利益の最大化を図ることは、解釈上取締役の義務の内容であるとされている¹³ので、取締役が株主に対して義務を全く負わないということはないが、会社法等に明確に規定する条文は存在しない。通常、会社の利益と株主の利益は、常に一致するとは限らない。株主の利益の最大化が直接には目的とされない法構成の上で、会社の利益と株主の利益が一致しない場合に、会社の利益を犠牲にして株主の利益の最大化を優先することは難しい。また、会社法上、公開買付けの対象会社の取締役の権限は、アメリカのデラウェア州会社法よりもかなり弱いものとなっている。敵対的公開買付けの防衛策が多く認められるデラウェア州会社法と異なり、日本では、防衛策が濫用的買収への緊急避難的な場合に限定されることがある。すなわち、対象会社の株主が、不当に不利益を被るという局面が成り立ちにくいといえる。しかしながら、取得価格決定申立事件などの裁判においては、「公正な価格」はいくらであるかということが争点となるのであるから、「公正な価格」であることが必要条件となっていると思われる。

MBO 指針は、企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続き確保を目的とした、MBO に関する公正なルール の在り方を提示するものである。この指針により、企業社会における公正なルール のあり方が提示された。この指針において、MBO は、本来経済的意義を有する取引であると捉えられ、有効に活用することにより企業価値の向上に大き

¹² 水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（商事法務、2010）162 頁など

¹³ 落合誠一「企業法の目的 株主利益最大化原則の検討」岩村正彦他編『岩波講座 現代の法7 企業と法』（岩波書店、1998）3 頁、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」企業価値研究会平成20年6月30日5 頁
<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>

く資する取引であるとされる。その上で、MBO が健全に発展し、その発展が我が国企業の価値向上に繋がることが期待されている。

MBO を行う上で尊重されるべき原則として、次の 2 つが導かれている。

第 1 原則：企業価値の向上

望ましい MBO か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである。

第 2 原則：公正な手続きを通じた株主利益への配慮

MBO は取締役と株主との間の取引であるため、株主にとって公正な手続きを通じて行われ、株主が受けるべき利益が損なわれることないように配慮されるべきである。

また、透明性・合理性を確保し、第 1 原則及び第 2 原則を実現するという観点からは、以下の 3 種類の枠組みで実務上の対応を検討することが重要であると考えられるとする。

株主の適切な判断機会の確保

意思決定過程における恣意性の排除

価格の適正性を担保する客観的状況の確保

このように、MBO 指針は、会社法等の法による規範ではなく、企業社会で共有されるべきルールとして浸透していくことを目指している。しかしながら、このような指針によるルールでは、あいまいな領域が残ることとなり、訴訟リスクが高いままである。このことは、取引費用が高いことを示し、社会の非効率を招くこととなる。

MBO 指針により、企業社会での行動の基準は定まりつつある。MBO に関する裁判例は少なく、裁判所の判断が確定しているとは言えない。少数株主のスクィーズアウト価格の決定に関する事例が最多である。レックス・ホールディング事件¹⁴・サンスター事件¹⁵・サイバードホールディングス事件¹⁶は、すべて取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件であるが、取得条項付種類株式の取得価格（「公正な価格」）を非公開化のための TOB 価格と同等と決定している。これらの判決では、スクィーズアウト自体は適法であるとされている。

7、 これからの課題

MBO の問題点が、少数株主の保護の一局面、すなわちスクィーズアウト時の価格の問題など実務上の数字の問題に絞られてきている。取締役の義務についても、株主（特に少数

¹⁴ 最決平 21・5・29（判時 2001 号 109 頁）

¹⁵ 大阪高決平 21・9・1（金商 1326 号 20 頁）

¹⁶ 東京地決平 21・9・18（金商 1329 号 45 頁）

株主)に対するものに焦点が当てられがちである¹⁷。

少数株主に対する強圧性を削減し、法的安定性のある迅速な二段階買収を可能にするべきであるとして、セルアウト制度・スクィーズアウト制度の創設が提案されている¹⁸。セルアウト制度とは、TOBの結果、買付者が対象会社の一定の株式を取得できた場合には、TOBに応じなかった残余の株主は、買付者による公告後の一定期間内に限り、その保有する株式をTOB価格を下回らない公正な価格で買い取らせること(セルアウト)を当該買付者に対して請求できることとし、実質的にTOBへの追加応募の機会を確保する。また、先に述べたスクィーズアウト制度とは、TOBの結果、買付者が一定の株式を取得できた場合には、当該買付者は、一定期間内に限り、TOBに応募せず、又はセルアウトをしなかった残余の株主に対して、その保有する株式を、TOB価格を下回らない公正な価格で売り渡すことを請求でき、対象会社を完全子会社とすることができるものといえることができる。

公開買付け終了後に、それに応じなかった少数株主に「適正な価格」でその株式を売却する権利(セルアウト権)を付与することにより、実質的な意味においても強圧性の問題は解決される。このことは、経済効率の観点から重要である。

このように、株主(特に少数株主)に対する保護は多くの議論がなされ¹⁹、ルール作りが進められている。しかしながら、株式会社において、取締役が善管注意義務を負うのは、会社に対してであり、一義的に会社の利益を考えるべきである。非上場化は株式市場からの退場であり、上場(IPO)により得られた利益をほとんどすべて失うものである。MBOの局面を一企業内での問題として捉えるのみであれば、企業が上場によって得た社会的地位や社会的責任の評価が軽視されているといえるだろう。MBOにおいては、取引費用が大きいため、現状を放置していたのでは、経済的合理性が確保できない。経済的な合理性を確保するためには、取引費用が最小となるような、もしくは、そのようなインセンティブを与えるような規制を行うことが必要である。

アメリカのデラウェア州の諸原則が、「取引費用を最小にするための工夫がうまくなされているか」、また、「MBOによる社会的効用が最大限に向かう方向でのインセンティブをプレイヤーに与えるような規制になっているか」という観点から検討を加えると、そのような方向では、規制がなされておらず、取引費用の観点からは不十分と言わざるをえない。アメリカのデラウェア州での判例の蓄積により、取引費用を少なくすることが、MBOの局面において不可能であると考えられる。従って、IPOおよび上場維持にインセンティブを与えるための法の規制が、取引費用の最小にするために大きな役割を果たすこととなる。

¹⁷ 池永朝昭=小館浩樹=十市崇「MBO(マネージメント・バイアウト)における株主権」金融・商事判例1282号(2008)5頁など

¹⁸ 「今後の企業法制の在り方について」平成22年6月23日 経済産業省

¹⁹ 中東正文「M&A法制の現代的課題[上][下]-実務と理論の架橋」商事法務1658号(2003)10頁、1659号(2003)48頁など